

作者：王娜

邮箱：wangna@fecr.com.cn

城市更新与 REITs（下篇）：为何发的少？——从项目落地到扩容破局

摘要

上篇我们从制度基础、市场现状与资产适配性出发，认为城市更新对接公募 REITs 的制度通道已基本打通，但真正能够完成筛选、整合、改造、培育并最终发行的项目仍较为有限。本文进一步从项目落地视角出发，分析城市更新资产发行公募 REITs 面临的核心堵点，并结合已落地案例探讨相关约束的缓释路径。本文主要尝试解答以下几个问题：1) 城市更新发行公募 REITs 的核心堵点有哪些？2) 已落地项目是如何突破公募 REITs 各类发行约束的？有哪些破局路径可借鉴？3) 未来城市更新公募 REITs 将沿哪些方向扩容？

- **城市更新发行公募 REITs 五大堵点：**一是公益属性与经营属性错配：多数更新项目可证券化的经营性现金流不足；二是产权合规约束：存量历史包袱重，标准化整理成本高；三是运营培育错配：改造快成熟慢，稳定现金流形成周期长；四是单体规模约束：微改造趋势下资产天然碎片化，跨主体统一运营难度大；五是估值不确定性较高：关键假设验证难度较大。其中，稳定经营性现金流的形成能力，是决定城市更新资产能否跨过公募 REITs 发行门槛的核心约束因素。
- **三大案例：**选取华夏金隅智造工场 REIT（“工改工”老旧厂区更新）、创金合信北京国资公司 REIT（历史街区更新+商业办公，商业不动产 REITs 试点）和汇添富上海地产租赁住房 REIT（“商改保”）三个典型案例，覆盖产业园、商业办公、保障性租赁住房等不同类型城市更新资产，既体现基础设施 REITs 路径下产业园和保障性租赁住房等资产的实践，也体现商业不动产 REITs 试点下历史街区及商业办公资产的探索。从案例实践来看，城市更新项目发行公募 REITs，权属清晰是基础，政策通道解决合规，资产组合解决规模，而能否形成长期稳定的运营现金流和合理的收益水平，才是决定城市更新公募 REITs 投资价值和持续运行能力的核心。
- 短期看，城市更新领域公募 REITs 仍将以高适配资产为主，长期扩容则取决于资产培育和平台化运营能力。未来城市更新发行公募 REITs 大概率沿三条主线扩容：一是“工改工/工改研”型产业空间更新，二是“商改保”和产城融合型居住配套更新，三是商业办公、历史街区及文商旅融合更新。总体来看，短期内城市更新领域公募 REITs 不会出现大规模扩容，更可能呈现先在高适配赛道持续放量、再逐步向中适配赛道拓展的渐进式特征，区域上也有望从政策资源较为集中的核心城市，逐步向具备产业基础和政策支撑的区域扩散。随着市场逐步成熟，资产运营、平台整合和资本循环能力的重要性有望进一步提升。

相关研究报告：

1. 《城市更新系列专题
（一）：“十五五”期间，城市更新投资空间有多大？》，2026.6.23
2. 《城市更新系列专题
（二）：25 万亿城市更新市场，可持续投融资体系如何构建？》，2026.6.24
3. 《城市更新系列专题
（三）：万字解析国企如何参与城市更新：业务全景、风险管控与通用框架》，2026.7.27
4. 《城市更新系列专题
（四）：城市更新财政工具箱：项目与政策性资金适配性分析》，2026.7.24

一、为什么城市更新资产发行公募 REITs “发得少”？

《城市更新与 REITs（上篇）：哪些资产能走通？——从制度放行到资产适配》从制度基础、市场现状与资产适配性三个维度，系统梳理城市更新 REITs 的发展条件。总体来看，产业园、仓储物流、保障性租赁住房、环保设施、新能源等资产具备较好的证券化基础，部分商业、停车、康养等经营性资产经过培育后亦具备公募潜力。但从市场实践看，城市更新对接公募 REITs 仍处于起步阶段，真正能够完成筛选、整合、改造、培育并最终发行的项目仍较为有限。核心原因在于，城市更新资产兼具较强的公共属性与复杂的资产特征，与 REITs 对资产权属、经营性现金流和运营成熟度的要求仍存在一定适配门槛。具体来看，当前城市更新发行 REITs 主要面临五方面核心堵点：

（一）公益属性与经营属性错配：多数更新项目可证券化的经营性现金流不足

多数城市更新项目具有较强的公共属性，改善人居环境、完善城市功能、保护历史文化和提升城市品质通常是项目实施的重要目标，经济收益并非所有更新项目的首要考量。这一特点决定了大量城市更新投资并不能直接形成 REITs 所要求的经营性现金流。

一方面，公益性配套不产生独立现金流。从住建部办公厅 2024 年、2025 年分两批印发的 69 个城市更新典型案例来看，老旧小区、城中村、完整社区、生态修复、历史文化保护等类型案例占比较高，更新内容以居住环境改善、公共服务补短板、生态治理、文脉保护为核心，道路管网、公共空间、公共服务设施等投入均属公共服务属性，自身无法形成持续、独立核算的经营性收入，较难满足 REITs 底层资产稳定产生可分配现金流的要求。

另一方面，经营性收益多用于反哺公益，分配空间有限。部分更新项目虽然能够通过停车、商业、物业服务、文旅消费等形成一定“造血点”，但相关经营性收益往往需要承担片区运营、设施维护和公共服务等支出，能够最终沉淀为可分配现金流的规模相对有限。相较之下，老旧厂区改造产业园、仓储物流设施改造等以经营性空间提质增效为核心的项目，更容易形成相对独立的经营资产和稳定现金流，REITs 适配性相对更高。

（二）产权合规约束：存量历史包袱重，标准化整理成本高

城市更新以存量资产为主，长期形成的产权关系、土地利用关系、合规手续较为复杂，与 REITs “权属清晰、可转让、合规闭环”的底层资产要求存在明显差距，产权与合规整改往往是证券化的第一道门槛。

产权层面，分散化与两权分离模式并存，产权完整性不足。老旧街区、历史街区、城中村等场景普遍存在多主体产权，涉及国有、集体、居民私产等多元主体，产权整合需经过复杂的协商与交易，综合税负、谈判成本、时间成本极高。如南京老城南小西湖片区保护更新项目涉及多元产权主体，根据风貌区空间格局及产权关系，以院落和单栋建筑为单位，采用小尺度、渐进式和“一房一策”等方式微改造。同时，大量项目采用长期租赁、BOT、经营权出让等轻资产模式盘活存量，如深圳元芬新村夏租模式、北京模式口“夏租+腾退”相结合的拼盘模式、贵阳印刷厂出让经营权模式，实施主体仅拥有期限性收益权，不具备完整不动产物权，无法直接满足公募 REITs 资产可转让的核心要求。

合规层面，历史遗留问题非标化，全国统一处置标准缺失。存量资产普遍存在无证建筑、手续缺失、土地用途不符等历史瑕疵，这类问题无全国统一处理规则，高度依赖地方政策突破。如贵阳新华印刷厂无证房占比达 28%，依靠地方合法性认定政策实现闭环；南京、青岛等针对历史建筑消防难题出台专项指引，突破现行规范。此外，存量盘活涉及的土地用途调整流程较为繁琐、合规成本较高。工业用地转商业、文旅等经营性用途，划拨用地转出让，

以及交通设施用地转市场化经营用途等情形，通常难以适用简易变更程序，仍需履行规划调整、部门论证、土地价款补缴等程序，审批环节较多、周期较长，进一步增加项目时间和资金成本，抬高合规门槛。

（三）运营培育错配：改造快、成熟慢，稳定现金流形成周期长

REITs 通常要求底层资产具备 3 年以上持续运营记录与稳定可预测的现金流，但城市更新“物理改造完成”不等于“商业运营成熟”，改造周期与培育周期叠加，导致成熟达标资产的供给速度远慢于政策放开的速度。

一是培育周期与 REITs 年限要求错配。实际城市更新案例（如园区、文旅、历史街区、社区商业等）大多在硬件和空间形态层面 1-2 年内完成焕新，但入住率、租金、客流、收入等运营数据的稳定需要 3-5 年甚至更长，显著慢于政策推进和投资落地节奏。园区类项目培育周期相对可控，如无锡蓝系列园区分三期滚动推进，单期改造约 1 年，2020-2023 年先后完工，2023 年实现营收超 3000 万元；2025 年整体出租率超 90%、项目全面实现盈利，从首期改造完成到整体盈利历时约 4 年；文旅街区类培育周期更长，如首钢老工业区 2010 年停产启动更新算起，历经十余年才形成成熟的文旅科创运营体系。叠加监管层面普遍要求改造后重新计算运营年限，多数项目从启动改造到具备公募申报条件或至少需要 5 年以上，稳定现金流形成周期普遍较长。二是现金流稳定性不足，不同业态收益波动差异显著。产业园、仓储物流以租金收入为主，现金流相对稳定；商业街区、文旅项目高度依赖客流与消费，波动风险高；社区商业、养老托育受定价政策约束，收益弹性有限。值得注意的是，运营前置模式可一定程度缩短培育周期，如合肥园博园坚持“业态先行、运营前置”，实现“开园即开业”，但这类项目对运营能力要求高，且仍需后续市场检验，无法完全消除培育期的不确定性。

（四）单体规模约束：微改造趋势下资产天然碎片化，跨主体统一运营难度大

当前城市更新正从大拆大建转向“留改拆、微更新”的存量提质模式，这种以点状改造、场景提升、分布式配套为主的更新方式，天然形成了“小体量、碎片化、分布式”的资产形态，与公募 REITs 要求的规模化底层资产存在矛盾，规模化归集面临多重现实壁垒。

一方面，单体经营性资产体量普遍偏小。公共停车、社区商业、养老托育、分布式能源等配套业态虽然具备一定市场化运营基础，但通常作为片区更新的配套设施分散布局，单体资产规模和现金流水平相对有限，难以独立形成满足发行条件的资产包。尤其是在微更新模式下，经营性空间往往由零散边角地、闲置建筑和既有设施改造形成，资产点位分散、单体规模较小。以成都“金角银边”系列工程为例，项目通过盘活城市零散空间开展多点更新，3 年累计完成 632 处点位、总投资 3.16 亿元，单个点位平均投资规模仅约 50 万元。即便是街区、园区类综合更新项目，多数单体投资也在 1-5 亿元区间，扣除公益性配套后纯经营性资产规模更小，难以单独达到首发门槛。

另一方面，跨主体归集并非简单的资产“数量相加”。留改拆、微更新项目通常以街道、区县为单元属地化推进，不同项目往往分属不同区县、不同平台或运营主体，在产权归属、运营模式、收益分配和管理权责等方面存在差异。如成都“金角银边”项目分布于 12 个中心城区，不同点位的实施主体、资产属性和功能定位并不完全一致，跨区域统一归集需要较高的协调成本；且不同项目的产权状态、运营标准、收益水平参差不齐，简单拼接资产易拉低整体估值，进一步削弱归集动力。此外，扩募机制同样要求资产成熟合规，而城市更新微改造资产培育周期长、成熟速度不一，成熟资产供给速度跟不上扩募节奏，难以形成滚动扩容的良性循环。

（五）估值不确定性较高：关键假设验证难度较大

估值是城市更新资产进入公募 REITs 的重要环节。公募 REITs 通常以底层资产估值为基础支撑基金层面的资产净值（NAV）估值，底层资产估值则主要依赖收益法，通过预测未来经营现金流并采用适当的折现率进行估算。因此，估值堵点的核心并不在于缺乏成熟的估值方法，而在于城市更新资产的经营现金流、收益期限、终值及折现参数等关键假设能否得到充分的历史数据和市场交易验证。对于改造投入较大、运营培育期较长、业态较为复杂的城市更新项目而言，上述参数的不确定性可能进一步传导至资产估值和发行规模。

一是经营现金流预测存在较大不确定性。城市更新项目完成物理改造后，往往仍需经历招商、业态调整和客群培育等过程，租金、出租率或使用率尚处于动态变化阶段，难以形成长期稳定的历史经营数据。对于处于运营爬坡期的项目，未来收入增长较大程度依赖预测，估值结果对出租率、租金增长和运营成本等关键假设更为敏感，也增加了收益预测的论证难度。此外，后续大修、设备更新、结构维护及历史建筑风貌修缮等资本性支出若难以合理预计，也会直接影响未来可分配现金流。

二是土地剩余期限及经营权期限限制估值空间。对于产权类城市更新资产，部分存量项目存在土地剩余使用期限较短的问题，土地剩余年限直接决定资产未来可持续经营的期限；如果续期安排、续期年限及相关成本尚不明确，估值中对未来现金流期限以及土地到期后的资产价值判断就会存在较大不确定性。对于经营权类资产，其堵点则主要来自经营权本身具有明确的剩余期限，估值需对剩余经营期限内的全周期现金流进行预测，且经营权到期后通常不再具有持续经营和现金流生成能力，一般不作终值假设。剩余年限越短，能够纳入估值的未来现金流规模就越受限，资产价值对经营数据、成本和期限等假设的敏感性也相应提升。

三是非标准化特征导致估值参数市场锚定不足。城市更新资产在业态类型、权属结构、运营模式和收益来源等方面差异较大，部分项目还可能同时包含产业、商业、办公、租赁住房等多种业态，难以直接对应成熟 REITs 资产形成稳定的可比样本。在缺乏充分可比交易和成熟运营数据的情况下，租金增长率、出租率、运营成本、资本性支出以及折现率等关键估值参数较难获得充分的市场验证，估值机构对项目未来经营表现的判断也更依赖项目自身历史数据和预测假设，从而增加估值结果的不确定性。

二、不同类型城市更新资产的公募 REITs 发行案例

城市更新涉及产业园区、商业办公、租赁住房等多种资产类型，其与公募 REITs 的结合也并非单一路径。本文选取华夏金隅智造工场 REIT、创金合信北京国资公司 REIT 和汇添富上海地产租赁住房 REIT 三个案例，分别对应“工改工”、历史街区更新和“商改保”等典型城市更新实践，既涵盖产业园、商业办公、保障性租赁住房等不同类型资产，也体现了基础设施 REITs 与商业不动产 REITs 两类不同制度路径下的实践探索。

（一）华夏金隅智造工场 REIT：“工改工”老旧厂区更新的实践案例

华夏金隅智造工场产业园 REIT（508092.SH）是国内以存量工业厂房更新改造为底层资产的公募 REIT 代表性项目，也是中关村科学城低效产业园区更新的重要实践。项目通过“老旧厂区-功能升级-科创产业园-REITs 证券化”的路径，探索了存量工业资产在不改变土地工业属性的条件下实现功能升级和资本化退出的模式。

1. 项目基本概况

底层资产为北京市海淀区西三旗金隅智造工场一期，总建筑面积 9.09 万平方米，可出租面积 8.49 万平方米，定位为智能制造及工业研发类科创产业园，重点服务大信息、高端装备制造等产业。项目原始权益人为金隅集团，属于 A+H 上市国有企业。华夏金隅智造工场产业园 REIT 于 2025 年 2 月在上海证券交易所上市，募集规模 11.36 亿元，底层资产收益法评估价值为 11.08 亿元，基金存续期为 24 年。

根据募集说明书披露，项目发行时已运营超过 6 年，具备较为成熟的经营基础。2021-2023 年及 2024 年 9 月末，项目出租率分别为 93.55%、97.61%、95.57%和 90.26%；截至 2024 年 9 月，科技类租户面积占比达到 80.05%，前十大租户租赁面积占比为 72.87%，单一租户集中度相对较低，关联方租户面积占比仅为 6.76%，且租金水平与市场价格基本一致。2021-2023 年，项目经营性净现金流年均复合增长率为 12.22%，已形成较为稳定的经营性现金流，2024 年和 2025 年预计净现金流分派率分别为 7.02%和 7.12%。

2.城市更新改造历程

金隅智造工场前身为天坛家具老旧生产厂区，是典型的“老旧工业厂区改造升级为科创产业园”项目。其城市更新过程大致可分为初始建设和功能升级两个阶段。

第一阶段为 2000-2005 年的初始工业厂房建设阶段。在该阶段存在建设手续不完整问题，包括初始建设阶段不动产项目并未实际办理取得选址意见书、建设用地规划许可证、土地预审意见、建设用地批准书，且 6 号楼、7 号楼、10 号楼、11 号楼缺失规划验收文件。对此，北京市规划和自然资源委员会海淀分局于 2023 年 3 月出具书面意见，确认相关证照无需补办，为后续资产更新及 REITs 发行扫除了部分历史合规障碍。

第二阶段为 2017-2020 年的功能升级改造阶段。2016 年 9 月，海淀区政府与金隅集团签署《战略合作协议》，推动将原来工业空间改造为智能制造创新产业园。2017 年 6 月和 12 月，项目两个标段先后开工，并于 2018 年起逐步投入运营。与传统城市更新项目“大拆大建”的方式不同，金隅智造工场采取了“存量厂房内部改造+产业功能调整”的更新模式。项目未增加建筑面积、未改变建筑外轮廓，并符合北京市关于中关村科学城非居住建筑调整为科技创新用房的相关政策，因此按照“内部改造项目”路径办理施工许可及竣工备案，在保持工业用地性质不变的情况下实现了建筑使用功能和产业定位的升级。

3.案例启示

华夏金隅智造工场产业园 REIT 能够成功发行，主要得益于以下几个方面。**一是业态与 REITs 适配。**项目改造后形成以市场化租赁收入为主要现金流来源的科创产业园，经营性现金流持续、稳定且能够独立核算。“老旧厂区—产业园区”的更新模式具有较强市场化运营属性，是目前城市更新项目中与 REITs 现金流要求匹配度较高的类型之一。**二是权属基础较为清晰。**项目土地虽通过协议出让方式取得，但土地出让价款已全部缴清，并已取得不动产权证书，不存在相关他项权利限制。对于协议出让土地进入 REITs 的转让合规问题，项目通过取得主管部门无异议确认的方式完成衔接，为同类存量工业用地资产证券化提供了参考。**三是资产规模达标和运营成熟度较高。**项目建筑面积约 9.1 万平方米，评估价值达到 11.08 亿元，具备较好的资产规模基础；同时，项目自 2018 年投入运营以来，出租率长期保持在 90%以上，并形成了完整的经营和现金流记录，为 REITs 发行提供了稳定的收益基础。**四是原始权益人实力与承诺机制。**对于 13 号楼部分扩建手续、租户内部装修改造以及土地使用权续期等潜在风险，金隅集团通过承诺、补偿等方式进行风险缓释。作为大型上市国有企业，原始权益人的信用实力在一定程度上提高了项目应对历史遗留问题的能力，也为 REITs 投资者提供了额外的风险保障。

同时，该案例也反映出“工改工”类城市更新项目进入 REITs 市场仍面临一定约束。首先，项目合规路径具有较强的地方政策依赖性。项目土地用途仍登记为工业用地，改造后实际功能为科技创新用房，未办理土地用途变更，而是依托北京市“正面清单+内部改造”的政策路径实现合规，这一模式与地方城市更新和产业空间政策密切相关。其次，历史遗留问题仍需依赖监管确认和主体兜底承诺。初始建设阶段规划手续不完整、13 号楼部分扩建手续缺失以及部分租户内部加层未履行相关建设手续等问题，是存量工业厂房更新中较为常见的历史遗留问题。本项目通过“主管部门确认无需补办+原始权益人承诺兜底”的方式进行处置，但该模式的适用效果较大程度上依赖主管部门意见和原始权益人的信用实力。再次，协议出让土地增加了资产证券化的审批协调成本。项目以协议出让方式取得土地使用权，发行 REITs 需要取得原土地出让合同签署机构或相关主管部门的无异议确认。对于历史取得方式复杂的存量工业用地而言，相关确认程序可能增加 REITs 发行的协调成本和时间不确定性。最后，土地剩余年限与基金存续期存在错配。项目土地使用权将于 2046 年到期，剩余年限约 21 年，而基金存续期为 24 年，存在约 3 年的期限缺口。若未来土地续期未能顺利实现，且基金未通过扩募等方式调整存续安排，则可能面临提前终止的风险。

总体来看，华夏金隅智造工场产业园 REIT 的实践表明，“工改工”类城市更新项目具备较高的 REITs 适配潜力，但其成功并非仅依赖空间改造，而是建立在地方更新政策支持、清晰的资产权属、成熟稳定的运营现金流以及强原始权益人风险承担能力共同作用的基础上。

（二）创金合信北京国资公司 REIT：“历史街区更新+科创商业办公”的商业不动产 REITs 试点案例

创金合信北京国资公司 REIT（181001.SZ）是首批商业不动产 REITs 试点项目之一，也是城市更新资产与成熟科创办公资产组合发行的代表性案例。基金底层资产由集智未来项目和隆福寺一期项目组成，并非均为城市更新标的，其中，集智未来为长期运营的存量科创办公楼宇；隆福寺一期则是典型的存量商业街区更新项目。基金通过“城市更新资产+成熟存量资产”组合的方式发行商业不动产 REIT。

1. 项目基本概况

创金合信北京国资公司 REIT 由北京市国有资产经营有限责任公司和北京新隆福文化投资有限公司（为前者子公司）作为原始权益人。基金为商业不动产 REIT 试点产品，于 2026 年 9 月 2 日在深交所上市，发行规模 28.31 亿元，底层资产评估值 25.69 亿元，基金存续期为 40 年。其中，集智未来项目位于海淀区知春路，由量子芯座和量子银座组成，定位为集成电路、人工智能等科技产业办公空间，资产评估值为 11.05 亿元；隆福寺一期项目位于东城区隆福寺街及周边区域，包括隆福大厦和隆福寺北里，形成“办公+商业”复合业态，资产评估值为 14.64 亿元。

从运营情况看，两个项目均形成了较为稳定的经营基础。集智未来项目，量子芯座和量子银座分别已运营 24 年、23 年；2025 年，集智未来项目年末出租率达到 94.81%，营业收入为 9644.21 万元，运营净收益（NOI）为 7115.79 万元，运营净收益率（NOI Margin）73.78%；隆福寺一期项目已运营 7 年，2025 年末出租率为 82.65%，剔除原始权益人自用面积后为 88.28%，营业收入为 11,327.67 万元，关联租户租金收入占比高达 49.18%，NOI 为 8035.14 万元，NOI Margin 为 70.93%。两个项目的 NOI Margin 均超过 70%，具备较强的经营现金流能力，基金预计 2026 年、2027 年净现金流分派率分别为 4.64% 和 4.77%。

2. 城市更新改造历程

隆福寺一期项目建设改造跨越数十年，历经多轮建设修缮。项目通过建筑更新、内部空间改造和业态调整，将传统商业物业转型为“办公+商业+文化”复合空间，形成“首都文化新中心”的产业定位。

其中，隆福大厦于20世纪80年代完成初始建设，1993-1998年实施首轮改造；2013-2014年，北京新隆福通过资产划转取得相关资产，并完成原划拨土地转为协议出让用地；2015-2019年，项目实施新一轮装修改造。隆福寺北里除16号楼外主要建于1970-1980年，16号楼始建于2000年；2014-2015年完成相关资产划转和土地出让手续，实现划拨土地转为出让用地，并于2015-2019年与隆福大厦同步实施更新改造。

经过多轮更新、改造和功能升级，隆福寺一期项目于2019年8月整体投入运营。由于项目建设年代跨度较长，且经历多轮建设和改造，部分早期建设及改造阶段的立项核准/备案文件、规划许可、规划验收、环评等相关手续文件存在缺失或无法查询的情形，主要受早期相关法律制度不完善或时间久远等因素影响。对此，北京新隆福已取得相关主管部门的合规确认，并由原始权益人出具承诺，对未来可能发生的整改、处罚及相关损失承担责任，形成“主管部门确认+原始权益人兜底”的风险缓释机制。

3.案例启示

创金合信北京国资公司REIT发行经验主要包括以下几个方面。一是**划拨土地转出让是城市更新资产进入REITs的重要前置条件**。隆福寺项目历史上涉及国有划拨土地，通过完成划拨转出让并取得不动产权证书，实现了土地使用权的市场化和权属规范化。二是**历史遗留手续瑕疵通过“相关政府部门确认+原始权益人兜底”进行风险缓释**。隆福寺项目建设年代跨度较长，不同建筑 and 不同改造阶段存在手续完整程度不一致的问题。项目依靠属地主管部门出具合规认定，叠加市属国企原始权益人损失赔偿承诺完成风险隔离。三是**组合发行，破解单体城市更新资产规模约束，平滑整体收益水平**。隆福寺一期资产评估值为14.64亿元，虽然跨过REITs最低门槛，但体量偏薄。通过和母公司的成熟存量办公资产（集智未来）打包，合计资产估值25.69亿元，增厚资产池、平滑整体收益水平，为单体城更资产规模不足、资产质量提升提供现实可行路径。但同时也带来跨区位、跨业态下运营协同难度加大、基金治理复杂度提升等问题。四是**商业不动产REITs试点为城市更新资产提供了新的资本退出通道**。隆福寺一期属于商业、办公和文化功能融合的存量更新项目，在传统基础设施REITs资产类别下可能面临资产属性界定问题。商业不动产REITs试点的推出，为此类以租金收入为主要现金流来源的城市更新商业物业提供了新的证券化路径。

整体来看，该项目在为城市更新资产进入REITs市场提供新路径的同时，也反映出此类资产面临的现实约束。与华夏金隅智造工场REIT类似，隆福寺一期项目同样存在历史手续瑕疵、土地使用权剩余期限与基金存续期不完全匹配，以及实际用途与规划用途协调等问题；同时，由于项目采用“办公+商业+文化”的复合业态模式，还面临关联租户收入占比较高、混合业态运营管理复杂等特有约束。此外，两个案例均位于北京市，其合规问题的解决均较大程度依赖北京市相关地方规划政策及城市更新政策支持，并通过主管部门合规确认与原始权益人承诺相结合的方式进行风险缓释。

（三）汇添富上海地产租赁住房REIT：“商改保”存量盘活的实践案例

汇添富上海地产租赁住房REIT（508055.SH）是国内保障性租赁住房基础设施REITs的重要实践案例。基金底层资产由位于上海市闵行区的虹桥项目和江月路项目构成，两者均为保障性租赁住房项目，也是上海市推进保障性租赁住房政策的重要示范。其中，虹桥项目为新建保障性租赁住房项目；江月路项目则由存量商办物业改造形成，是典型的“商改保”城市更新项目。基金通过“新建项目+存量改造项目”组合发行，实现了存量非居住建筑向保障性租赁住房的用途转换、运营盘活与REITs退出，为“商改保”类城市更新资产对接基础设施REITs提供了具有代表性的实践样本。

1.项目基本概况

基金原始权益人为上海地产房屋租赁有限公司，实际控制人为上海市国资委，基金于2025年3月在上交所上市，基金存续期65年，募集规模13.62亿元，底层不动产合计估值12.31亿元，2025年预计净现金流分派率4.16%。两处资产均位于上海市闵行区，同属保障性租赁住房，均纳入上海市保租房管理体系，租金受政策管控，但资产属性与获取路径差异显著：

虹桥项目（新建，非城市更新）：2017年通过招拍挂取得虹桥项目所在地块，为纯新建保租房项目，总建筑面积3.07万平方米，可出租面积2.10万平方米，其中可出租租赁住房面积2.03万平方米（318套）、可出租配套商业面积758.09平方米，车位建筑面积9662.4平方米（227个车位），估值3.56亿元。项目2021年竣工、2022年10月投入运营，运营时间较短。截至2024年9月末租赁住房、配套商业、车位出租率分别为94.03%、88.37%、49.78%，有效租金单价分别为2.9元/㎡/天、4.16元/㎡/天、307.96元/个/月。

江月路项目（商改保，城市更新）：前身为长期闲置的商办物业，是上海市首批、闵行区首个“商改保”试点项目，总建筑面积5.76万平方米，可出租面积5.76万平方米，其中可出租租赁住房面积5.27万平方米（1080套）、可出租配套商业面积4825.78平方米，估值8.75亿元。项目2019年6月以租赁住房投入运营，截至2024年9月末，租赁住房、配套商业出租率分别为94.03%、94.94%，有效租金分别约2.79元/㎡/天、3.68元/㎡/天。

运营层面，项目租金执行保租房监管规则（初次定价为同地段市场租金九折以下，年增幅不超过5%）；租户结构以个人为主，面积占比接近90%，租户分散度高，现金流稳定性较强。

2.城市更新改造历程

江月路项目是典型的“存量商办改建保障性租赁住房”城市更新项目，整体历经三个阶段完成功能转型与合规确权：

第一阶段，原商办建设与空置阶段（2005-2018年）：项目原为浦江世博家园项目的一部分，2005年通过公开招标取得相关用地，2012-2015年建成商办物业并取得房屋产权证。受同期商办市场供需失衡影响，项目建成后长期空置，具备存量盘活需求。

第二阶段，商改保转型与内部装修阶段（2018-2019年）：2018年，项目依据上海市相关政策申请由商办转型为租赁住房，经主管部门审批后签订土地补充出让合同，明确建筑使用性质调整为租赁住房，土地出让年限和容积率保持不变，不补缴土地价款。2018年11月启动内部装修改造，2019年6月作为租赁住房投入运营。

第三阶段，正式改建与纳保确权阶段（2020-2022年）：项目于2020年完成改建工程，2021年取得改建后的不动产权证书，并于2022年取得保障性租赁住房认定书，正式纳入上海市保障性租赁住房管理体系。

虹桥项目为新建租赁住房项目，不涉及城市更新改造，建设手续齐备，与江月路项目组合入池，主要起到增厚资产池规模、分散单一资产风险、平滑整体收益的作用。

3.案例启示

与华夏金隅智造工场REIT的“工改工”、创金合信北京国资公司REIT的历史街区更新两类项目相比，汇添富上海地产租赁住房REIT中的江月路项目属于保障性租赁住房类城市更新，改造模式更轻量化。以存量商办物业功能转换与内部改建为核心实现盘活，且原商办阶段建设手续完备，不存在前两类案例中普遍存在的历史手续缺失问

题。同时，保障性租赁住房土地剩余使用年限相对充裕，但相较于产业园、商业办公类市场化资产，保租房的准公共属性更强，租金受政策严格管制，收益增长空间与分派水平相对有限。

从可借鉴经验看，一是**地方专项政策是存量资产功能转换的核心支撑**。依托上海市“商改保”相关政策，项目通过综合评估、转型方案备案、补充出让合同及规划许可调整等程序，将低效闲置商办转化为保障性租赁住房，并在不改变土地使用性质、不补缴土地价款的情况下完成用途转换。相较于重新调整土地性质，这种政策支持下的功能转换路径能够降低存量资产更新的成本。二是**相关政府部门协同打通权属转让与 REITs 发行的衔接通道**。针对土地出让合同中原有的股权转让限制条款，闵行区规资局提前出具无异议函，同时通过修订土地出让合同提前预留 REITs 持股安排，实现了土地规划管理与 REITs 发行要求的顺畅衔接，为存量资产证券化扫清了权属转让障碍。三是**“存量改造+新建资产”组合发行破解单体规模约束**。江月路项目估值 8.75 亿元，与虹桥项目组合后底层资产估值达到 12.31 亿元，在满足发行规模要求的同时，也能够分散单一资产运营风险，为规模较小的城市更新项目进入 REITs 市场提供了组合化思路。此外，原始权益人将大部分回收资金继续投入租赁住房项目建设，也形成了“存量盘活-资金回收-增量建设”的循环机制，体现了 REITs 对城市更新和新增保障性租赁住房建设的联动作用。

但从实践约束看，该项目仍存在一定局限。与前述案例类似，其仍面临地方政策依赖、土地剩余年限与基金存续期不完全匹配等共性问题，但具体表现有所不同。江月路项目作为保障性租赁住房，虽然出租率超过 94%、租户较为分散，能够形成相对稳定的经营性现金流，但其准公共属性决定了租金受到较强政策约束，初始租金及后续调整幅度均存在上限，导致收益弹性和现金流增长空间弱于市场化商业及办公资产，净现金流分派率也相对较低。同时，项目运营时间相较成熟产业园、商业办公项目仍较短，长期运营表现仍需进一步验证；江月路单体资产规模不足也说明，部分城市更新资产仍需要通过资产组合才能满足 REITs 发行要求。此外，江月路和虹桥项目土地剩余年限分别约为 50.68 年和 63.31 年，均短于 65 年的基金存续期，后续土地续期仍存在一定不确定性。

整体来看，对于建设手续较为完备、具备功能转换条件的存量物业，政策支持下的轻量化改造和资产组合是进入 REITs 市场的可行路径；但保障性租赁住房具有较强的政策属性，租金受到一定管制，收益增长和现金流分派水平相较市场化商业不动产存在一定局限。

（四）三案例综合对照：五大堵点的表现与缓释

综合三个案例可以看到，城市更新资产进入公募 REITs 并不存在单一模式，不同更新类型需要结合自身资产属性选择相应的合规、运营和规模解决路径。实践中，五大堵点也并非均构成刚性发行障碍。资产权属清晰、具备可持续经营现金流并具有合理收益水平，是城市更新资产进入公募 REITs 的硬条件；而历史手续、土地用途调整、单体项目规模不足等问题，则具有一定解决空间，如历史手续合规等问题通过地方政策支持、主管部门确认等多种方式解决；单体项目规模不足则可通过“存量改造+新建”“存量改造+存量改造”等组合发行的方式解决。与此同时，部分项目也通过组合发行的方式，来进一步增厚资产池、平滑现金流，提升整体资产质量和投资价值。总体而言，权属清晰是基础，政策通道解决合规，资产组合解决规模，而能否形成长期稳定的运营现金流和合理的收益水平，才是决定城市更新公募 REITs 投资价值和持续运行能力的核心。

表 1：已落地城市更新相关公募 REITs 典型案例五大堵点的表现及应对情况

核心堵点	五大堵点在典型 REIT 项目中的表现及应对情况		
	华夏金隅智造工场 REIT	创金合信北京国资 REIT	汇添富上海地产租赁住房 REIT
经营属性不足	经营属性较强。老旧厂房改科创产业园，以产业租赁收入为主，经营性现金流较稳定。	复合业态，经营属性较强。隆福寺一期为“办公+商业+文化”，以租金及经营收入为主，文化功能与经营性空间并存，公益属性未成为主要现金流约束。	准公共属性较强，但现金流相对稳定。保租房租金受政策约束，收益弹性有限，但居住需求刚性、租户分散，出租率较高。
产权合规约束	存在历史手续及土地合规问题，但已完成相关手续规范化。协议出让土地需取得无异议确认；部分早期建设手续不完整；改造后未改变工业用地性质，依托地方政策实现功能升级。	历史合规问题较多，但已完成权属规范化。早期建设手续存在缺失（1980 年代起）；原划拨土地转为出让并取得不动产权证；部分规划、验收等历史问题通过主管部门确认及原始权益人承诺缓释。	权属及历史合规问题相对较少，已完成相关权属及用途规范。原商办项目建设手续较为完备；依托“商改保”政策完成用途转换、补充土地出让合同及不动产权证变更，降低了存量改造合规成本。
运营培育周期长	运营成熟度较高。2018 年起运营，发行时已超 6 年，出租率长期保持 90% 以上。	运营成熟度较高。城更项目隆福寺一期 2019 年运营，已约 7 年；组合的项目集智未来运营 23、24 年。	城更资产运营已相对成熟，但组合资产成熟度存在差异。城更项目江月路 2019 年运营，已约 5 年；但组合的虹桥项目运营时间短。
单体规模约束	单体资产规模较大，可独立发行。底层资产评估值约 11.08 亿元，具备单体发行基础。	通过“城更资产+成熟存量资产”组合增厚资产池。隆福寺一期评估值约 14.64 亿元，与集智未来组合后整体评估值约 25.69 亿元。	通过组合发行突破规模约束。江月路项目评估值约 8.75 亿元，通过与新虹桥项目组合，整体评估值达到约 12.31 亿元，突破单体规模约束。
估值不确定性	土地期限约束。土地剩余 21 年 vs 基金存续期 24 年；同时需关注后续资本性支出及土地续期安排。	复合业态及历史建筑增加估值参数验证难度。不同业态、建筑年代及维护需求提高现金流及资本性支出预测复杂度；关联租户占比 49.18%，影响收入公允性论证；土地剩余 28.48 年 & 39.41 年 vs 基金存续期 40 年。	收益弹性和土地期限约束。保租房租金受管制，分派率 4.16% 低于产业园 7%+；土地剩余 50.68 年 vs 基金存续期 65 年

资料来源：基金募集说明书，远东资信整理

三、破局路径与行业展望

当前城市更新发行公募 REITs 落地实践较少的根源，在于资产供给侧与产品要件之间存在一定系统性错配，而三个典型案例则验证了部分堵点的可缓释性及其具体实践路径。基于此，本章对应五大核心堵点提出破局方向，并对行业长期发展趋势作出展望。

（一）五大堵点破局路径

1. 边界重构：从项目导向转向资产导向，明确 REITs 的适用边界

针对公益属性与经营属性错配的问题，首要前提是厘清 REITs 的功能边界。REITs 本质是成熟不动产的现金流证券化工具，适用于城市更新中权属清晰、可独立运营、现金流稳定的经营性存量资产，并非覆盖全品类的通用融资工具。因此，城市更新资产进入公募 REITs 的筛选逻辑，有必要从“项目能否 REITs 化”转向“项目中哪些资产具备 REITs 化条件”。在项目策划和实施阶段，应提前识别不同属性的资产，厘清经营性资产的边界及其收益归属，并结合权属、运营和现金流情况，判断其是否具备后续证券化的基础。

2. 合规提效：推动历史遗留手续处置标准化，降低个案协调成本

产权合规是城市更新资产进入公募 REITs 的第一道门槛，当前解决方式高度依赖地方政策配合和原始权益人信用实力，尚未形成可复制、标准化的制度路径。对此，政策层面可重点从历史遗留手续标准化处置和存量用地功能转换机制两个方面完善制度安排。一是推动历史遗留手续处置的全国性指引或地方标准化流程，降低个案协商的随机性。当前无证建筑、手续缺失等问题高度依赖属地主管部门的个案确认，如能建立分类处理标准（如按建设年代、按缺失手续类型明确处置路径），将显著降低合规整改成本和时间成本。二是完善存量用地功能转换和用途兼容机制。对于工业空间功能升级、划拨土地转出让、商办改保租房等高频情形，可进一步明确用途转换和兼容使用的适用范围、补缴规则及审批流程，降低存量资产盘活过程中的不确定性和协调成本。

3. 周期衔接：发挥多层次产品孵化作用，压缩运营培育周期

针对改造周期与培育周期错配的问题，核心是通过多层次产品承接和运营前置，加快资产成熟、缩短培育周期。一方面，用好多层次 REITs 体系的承接功能。机构间 REITs、类 REITs、Pre-REITs 对运营期限、收益指标的要求更宽松，可作为未达标资产的阶段性盘活载体，待运营数据成熟、满足公募 REITs 发行条件后再申报，缓解资金沉淀压力。另一方面，推广“运营前置”模式。将传统“先改造、后招商”转向“业态先行、运营前置”，在改造阶段同步启动招商、业态规划与客户储备，缩短从物理完工到现金流稳定的时间差。

4. 规模突破：以组合发行破解单体门槛，以平台化归集支撑长期扩容

针对城市更新资产碎片化、单体规模不足的现实约束，破局核心不在于下调发行门槛，而在于通过资产端组合发行、主体端平台化归集双向发力，建立适配存量更新特征的规模化机制。一是**丰富组合发行路径**。当前已形成单体达标项目直接发行、“城市更新资产+成熟存量资产”组合、“存量改造+新建资产”组合三类经实践验证的模式。组合需遵循资产类型相近、现金流可比、运营协同、治理逻辑协同的原则，避免简单拼接。二是**构建平台化归集与滚动扩募能力**。从更长期来看，城市更新规模化发展的关键不在于单个项目做大，而在于原始权益人能否围绕相近业态、统一运营体系和稳定的资产管理能力，持续归集、培育和扩募资产，将公募 REITs 从一次性融资工具逐步转变为“资产上市平台”。这对原始权益人在产权整合、统一运营、储备资产培育、资本运作和治理机制等层面提出更高要求，推动其由项目公司思维向平台化运营思维转变，并形成“资产归集-培育成熟-发行上市-持续扩募”的滚动机制。

5. 估值提质：提高现金流确定性，增强关键参数可验证性

城市更新资产的估值难点，本质上在于运营成熟度、收益期限及关键估值参数的确定性不足。部分项目运营历史较短、收入仍处于培育期，土地剩余期限或经营权期限也存在差异，加之资产类型和业态较为复杂，使估值假设缺乏充分的数据和市场依据。破局方向：一是**强化运营培育和数据积累**。通过持续运营提高出租率、租金水平和经营现金流的稳定性，为估值参数提供更充分的历史数据支撑，降低估值对远期预测的依赖；对于尚处于培育期的项目，机构间 REITs 等产品可发挥前期孵化作用。二是**提高估值参数的可验证性**。对出租率、租金增长、运营成本、资本性支出及折现率等核心参数，加强历史数据和可比项目的交叉验证，并通过敏感性分析充分反映不同假设对估值结果的影响，降低非标准化资产带来的估值分歧。三是**审慎处理土地及经营权期限问题**。对于土地剩余年限较短的产权类资产，应结合区域续期政策，对续期条件、年限及相关成本进行审慎测算；近期上海、广州相继出台工商业用地续期相关规则，为部分短剩余年限项目申报公募 REITs 提供了政策空间，但具体续期条件、年限及成本仍需结合后续实际落地情况观察。

（二）行业展望

结合当前已明确的政策方向及已落地案例，未来城市更新发行公募 REITs 大概率会沿三条主线扩容。一是“工改工/工改研”型产业空间更新。这类资产经营性强、权属相对集中、现金流以租金为主，当前仍是与公募 REITs 适配度较高、实践基础相对成熟的类型。二是“商改保”和产城融合型居住配套更新。这类资产准公共属性较强，但租户分散、出租率稳定，具备形成长期现金流的基础；其主要约束在于收益弹性较弱，估值和分派水平存在一定上限。三是商业办公、历史街区、文商旅融合更新。随着商业不动产 REITs 试点推进，这一赛道的制度通道进一步拓宽。未来老旧楼宇、历史街区、存量商业体、文商旅综合体将获得更大的资本化空间，但其存在运营波动大、业态复杂、估值不确定性较高等问题，因此对专业运营和平台化整合能力提出更高要求。

总体来看，城市更新领域公募 REITs 短期内不会出现大规模扩容，更可能呈现出先在高适配赛道持续放量、再逐步向中适配赛道拓展的渐进式发展特征，区域上也有望从政策资源较为集中的核心城市，逐步向具备产业基础和政策支撑的区域扩散。与此同时，考虑到城市更新较强的公共属性，项目获取和政策资源仍将是影响项目落地的重要因素。在此基础上，随着市场逐步成熟，资产运营能力、平台整合能力和资本循环能力的重要性有望进一步提升。

【作者简介】

王娜，远东资信研究院研究与发展部研究员，中国科学技术大学金融硕士。

【关于远东】

远东资信成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构，是中国大陆首家加入亚洲资信评估协会（ACRAA）的评级机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信多次参与中国人民银行、国家发展改革委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

步入新时代，远东资信深入贯彻落实国家战略部署，坚守“服务金融市场，助力信用中国”使命，秉承“独立、客观、公正”的评级原则，助力信用中国高质量建设与信用评级国际话语权提升，铸就国际权威的民族品牌信用服务机构。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428000

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。